

# The Research of Improving State-backed Private Equity's Competitiveness

by

Zhihai Chen

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment  
of the Requirements for the Degree  
Doctor Business Administration

Approved March 2015 by the  
Graduate Supervisory Committee:

Tan Wang, Co-Chair  
Yuhchang Hwang, Co-Chair  
Hong Chen

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2015

国资背景私募股权投资竞争力提升研究

作者：陈智海

工商管理博士  
学位论文

研究生管理委员会  
批准于二零一五年三月

王坦，联席主席  
黄钰昌，联席主席  
陈宏

亚利桑那州立大学

二零一五年五月

## ABSTRACT

Accompanying with the development of economy system and the completion of legal framework, Chinese domestic PE industry not only transfused vigor and vividness to capital market, but also generated contribution to substantial economy with a rapid pace in recent decades.

Depending on the first move advantage and an affinity with Chinese government, PE industry initially was led by state-owned enterprises. However, these non-market-oriented PE institutions confronted challenge from the perspective of culture, structure and mechanism and crises of outflow of human capital and lacking capability of sustainable development while private section and foreign capital enter the market.

Based on the figure of PE investment and the pattern of historical development in foreign and domestic market, this article specifically analyzed the history of state-backed PE industry's development and both advantage and disadvantage of state-backed PE institutions according to real cases intending to improve the competitive strength of state-backed enterprises and to promote a state-backed PE institutions to world-class enterprises through the application of a multi-dimensional stock equity structure, the advantage in accessibility of resource as state-backed enterprises, a market-oriented system and the ability of key staffs.

## 摘要

伴随中国市场经济持续发展，法律体系不断完善，中国本土的私募股权投资行业（PE），在近十几年取得高速发展，不仅为资本市场注入活力，对实体经济也起到极大促进作用。

在中国，依靠先发优势以及与政府的亲密关系，PE行业最初以国资企业主导。随着民营和外资的进入，缺乏市场化的国资PE机构在体制、机制、文化等方面受到极大挑战，面临人才流失和可持续发展能力的危机。

本文基于私募股权投资的特点、国内外发展历程等规律，重点分析了国资背景PE行业的发展历程，并结合实际案例分析了国资背景PE机构的优势及存在问题，提出了通过建立多元化的股权结构、市场化的体制机制，借助国有企业的资源优势，稳定并充分发挥团队骨干人员的能力，能够提升国资背景PE机构的竞争能力，打造中国乃至世界级的私募股权投资领先机构。

## 致谢

时光荏苒如白驹过隙，不知不觉自己在上海高级金融学院和亚利桑那州立大学联合的全球金融DBA研究生学习课程时间已接近尾声。回望过去近三年的时光，那些在课堂上从各位中外教授中获得的专业知识；在课堂和课间与同学通过交流、讨论、碰撞得到的感悟；在国内、国外优秀企业的参观、访谈里看到、感受到的实践案例，包括在这个过程中与各位教授、老师、同学结下的深厚友谊，都为我今后的职业生涯和人生价值观带来了莫大的帮助和提升。在三年的学习过程中，二个合办校方严谨规范的治教学风、各位教授认真负责的教学态度，以及课程各位助理老师细致入微的课前、课间、课后的全面支持，对自己留下了深刻的印象。

特别要感谢我的导师王坦教授、陈宏教授和黄钰昌教授的认真、负责、无私、宽容的指点和帮助。感谢王坦教授不厌其烦地指点、推敲和启发，帮我确定了论文的主题、架构和写作思路；感谢陈宏教授的督促、关心，特别是我专门讲解线性回归的专业方法；感谢黄钰昌教授从务实、专注、专业的角度，引导论文的写作方向和相关的支持论据。从本文的最初选题、结构框架、写作过程、直到最后定稿，都得到了您们专业细致的指导。也要感谢学院的卢亮亮老师在我开题汇报上给与的无私帮助。我还有幸结识了很多优秀的同学，在撰写论文期间也得到了他们的启发和有益的帮助。还要深深感谢我的同事们，无论

在资料收集、数据统计、对外访谈、思想交流等等都给与了大量的支持与帮助。还要感谢我的领导给了我这个非常难得的学习机会，给了我事业上磨练和发挥的平台与机会；感谢我的同事们给予我在工作上的支持和共同努力。最后还要感谢我的家人全方位的理解和无私的支持，是你们确保了我在忙碌的工作之余能够坚持学业、特别是完成这个论文。

在此，再次对大家表示衷心的感谢！

## 目录

页码数

图表目录 .....	vi
------------	----

### 章节

第一章导论 .....	1
-------------	---

1.1 选题的背景和意义 .....	1
--------------------	---

1.2 中外文献回顾 .....	2
------------------	---

1.3 本文框架 .....	4
----------------	---

1.4 研究思路与方法 .....	6
-------------------	---

1.5 本文研究的不足和创新 .....	7
----------------------	---

第二章全球 PE 产业的发展历程 .....	8
------------------------	---

2.1 私募股权投资的含义和特点 .....	8
------------------------	---

2.2 私募股权投资的价值 .....	9
---------------------	---

2.3 国外私募股权投资发展历程以及特点 .....	11
----------------------------	----

2.4 我国私募股权投资行业发展的历程与特点 .....	15
------------------------------	----

2.5 我国国资背景私募股权投资机构发展历程及特点 .....	20
---------------------------------	----

章节	页码数
第三章国资参与私募股权投资的现状和存在问题 .....	25
3.1 国资背景私募股权投资机构投资相关企业的绩效现状.....	26
3.2 国资私募股权投资机构案例 .....	34
3.3 国资私募股权投资机构投资存在的不足和问题 .....	39
第四章国资参与私募股权投资的价值和发展方向 .....	48
4.1 国资参与私股权投资的意义和价值。 .....	48
4.2 国资背景私募股权投资机构发展相关案例 .....	50
4.3 国资 PE 内部机制重构是提升价值，确保公司可持续发展的关键要素.....	61
第五章结论 .....	67
参考文献.....	67



## 图表目录

图表	页码数
1 私募股权基金机制创造机制 .....	10
2 国内私募股权投资行业发展图 .....	19
3 国内四面股权投资基金募资总量比较图 .....	19
4 国资私募股权投资机构类别 .....	22
5 2001-2010 本土国资私募股权机构募集基金数量占比情况 .....	23
6 2001-2010 本土国有投资机构退出情况 .....	24
7 指标选择 .....	30
8 总样本描述 .....	30
9 短期样本统计数据 .....	31
10 长期绩效分析 .....	33
11 清科 2014 年中国私募股权投资机构 50 强 .....	35
12 国有 PE 和民营 PE 薪酬机构对比 .....	42
13 股权结构图 .....	53

## 第一章 导论

### 1.1 选题的背景和意义

私募股权投资为境外舶来品，在中国发展时间不长，上世纪 90 年代初，首先以政府主导的创业投资的形式在中国逐渐展开，并逐步向两头扩展，形成了天使、VC、PE、PIPE、并购等不同种类的私募股权投资类型。虽然中国私募股权投资起步较晚，但呈现高速增长的势头，自 2008 年以来，中国已成为亚洲最大的私募股权投资市场，2014 年，中国占亚洲私募股权交易总金额的近 40%。私募股权投资行业已经也引起了各方面的关注，成为多层次资本市场的重要组成部分。

国资背景的私募股权投资机构由于在国内起步早，彼时民营资本由于多种原因尚未进入该行业，具有产业、政府平台、资金、信息等方面较强的资源和优秀人才优势的国资私募股权投资机构，在很长一段时间确实领跑中国私募股权投资行业，也涌现了如深创投、达晨等一批国资背景的优秀私募股权投资机构。但此后，随着行业政策的不断完善，外资机构大举进入，民营私募股权投资机构如雨后春笋般涌现，随着市场竞争的加剧，国资背景私募股权投资机构却没有适时跟上行业的变化，国内对国资监管的理念、方式的行政化思维，也延续到了对私募股权投资行业中来，导致对私募股权投资行业的特点认识不够，造成行业监管体制僵化、核心团队约束激励机制的落后、投资文化不敏锐的差异等三方面主

要矛盾，导致国资背景的 PE 机构错失很多良好的投资机会，骨干人员流失严重，曾风光一时的国资背景私募股权投资机构在充分市场竞争的环境下，正面临前所未有的发展瓶颈。

十八大后，国资国企改革力度空前，私募股权投资行作为完全竞争行业，理应走在改革的前列，以达到将国资的产业资源与市场化的操作方式结合，利用社会资本助力产业发展，在创造经济收益的同时，培育和留住市场化的优秀人才，打造世界级的私募股权投资标杆机构，并为国内其他行业国资国企改革输出成功的经验。

## 1.2 中外文献回顾

### 1、国外研究现状

国外私募股权投资企业发展已经60多年历史，对私募股权投资行业的已经具有较为详细研究，但国外较少存在国有背景的私募股权投资机构，因此在这方面研究较少。

大卫·史文森认为私募股权投资机构成功必须具备三个要素：高水平基金经理、采用改善经营水平的增值策略、以及制定合理的激励结构。私募股权投资中，投资经理与投资

人利益一致性较高，通过共同投资，得当激励，避免代理问题给投资人代理的利益损失。

奥瑞特·盖蒂斯和休·麦克阿瑟将私募股权投资基金成功的启示总结为：定义全部潜力、制定发展蓝图、促进业绩表现、善于利用人才、形成以结果为导向的心态。

Brander et al.对比分析加拿大政府和私人背景的私募股权投资机构，发现如果用IPO或并购的比例和规模、企业的创新数量（专利数量）来衡量，政府背景的机构业绩要显著低于私人背景，原因是政府背景私募股权投资机构相对缺乏监管机制和其他增值服务的能力。

Dahlstromtimothy R.(2009)则从美国中小企业投资政策的变革角度，研究了政府对私募股权投资企业的影响，研究表明，在初始阶段，政府通过成立中小投资公司等积极手段干预创业活动并取得了良好的效果，然而随着时间推移，政府的过度干预，则影响了企业的发展，这一项目也逐步停止了。

Sullivan & Lim 总结了私募股权投资基金在投资前后的公司治理提升的路径，认为通过公司治理提升企业价值是私募股权投资基金发展的趋势，也是私募股权投资基金的社会价值所在。

## 2、国内研究现状

国内对国有企业改制的研究较多，对国有背景私募股权投资研究较少。

关于国有企业产权改革和治理结构的研究在十八大以后重新成为市场热点。很多文献都已经证明了国有企业效率低下，并建议通过政企分开、混合所有制、改变监管方式等切

断政府对企业的直接干预，提高国有企业效率。十八届三中全会更是明确提出要实行混合所有制、引入员工持股等。

庞引（《管理科学》2009第一期39页）黑石的成功，第一源于吸引并保留了行业最优秀的人，第二是在正确的时间做正确的事情；

张学勇、廖理通过对私募股权投资背景对公司在股票市场表现的研究发现，相较于政府风险投资支持的公司，外资和混合型背景风险投资支持的公司IPO抑价率较低，股票累计回报率高，民营和政府背景风险投资支持的公司无明显差别，并进一步分析是由于外资和混合型背景投资机构增值服务能力较强，提升了企业价值。

叶有明(2010)认为私募股权投资基金价值创造的关键要素包括财务控制、整合人力资源、提供运营支持、流程再造、完善质量体系、改善供应链管理等。

### 1.3 本文框架

本文共分为五部分。

第一章为导论。

主要提出本文的研究主题、研究内容、研究背景和主要创新与不足。

第二章私募股权投资行业的发展概述。

首先通过分析了私募股权投资的含义和特点。其次，探讨了私募股权投资为企业带来的价值。第三，简要概述了私募股权投资行业在国外的发展历程以及特点；第四，分析了我国私募股权投资行业发展的历程和特点。第五，介绍了国资背景私募股权投资行业的发展历程及特点。

### 第三章 国资参与私募股权投资的现状和存在问题。

首先，从相关数据统计，总结了国资背景私募股权投资机构投资相关企业的绩效实证，分析了国资参与私募股权投资的绩效现状。其次，通过访谈，汇总了几家上海国资私募股权投资机构的问题案例。第三，通过案例，分析国资私募股权投资机构投资存在的不足和问题

第四章 国资参与私募股权投资的价值和发展方向。机制是实现公司战略目标，提升公司价值，确保公司可持续发展的关键要素。

本章是全文的重点章节。首先分析了国资参与私股权投资的意义和价值；其次，通过详细分析本人公司的 5 年发展路径，以及访谈和查阅相关资料，汇总了有代表性的几家国资私募股权投资机构的相关案例。第三，通过案例分析，论述了机制是实现公司战略目标，提升公司价值，确保公司可持续发展的关键要素。在当前国资国企改革的政策指引下：1、基金层面应当引入多元化的混合所有制投资机构，管理机构层面上加大市场化的

力度，鼓励有能力管理市场资金的优秀团队通过在管理机构实现较大比例的持股，实现风险和利益的捆绑；2、建立市场化考核机制；3、建立国资大股东和私募股权投资机构之间的互相尊重、充分沟通、适度监管的良性互动。第四，结合国资背景的特征，提出机制不仅仅局限于薪酬激励机制，还会涉及到决策机制、平台机制、责任约束机制等延伸要素。

## 第五章 结论

根据案例和相关资料分析，本人认为如果有一个适合的机制，国资背景私募股权投资机构的价值和可持续发展能力将更具综合竞争力。

### 1.4 研究思路与方法

本文中，我将在总结过去研究成果的基础上，收集分析近年来的行业数据，结合最新的政策动态，特别是国资国企改革的方向，充分利用多年行业从业经验，对照国际、国内PE行业中的一些成功企业的运作模式，研究分析带有国资国企背景的PE发展的成功、弯路、转型案例的经验教训以及未来发展的思路与趋势，在过往理论研究的基础上，主要运用实证研究、公司访谈、比较研究和数据归集分析等研究方法，从政策建议、实际操作层面探讨国资背景私募股权投资机构的提升价值与发展的方向。

### 1.5 本文研究的不足和创新

现有的研究主要存在以下几个问题：一是由于近年来私募股权投资行业发展和政策变化较快，现有的理论研究存在滞后的问题；二是针对国资背景的私募股权投资的专门性分析和研究目前较少；三是实证性研究较少，由于很多研究者本人不直接从事该行业，信息和数据都是二手资料，理论研究居多，实战价值不够。本文在研究过程中，特别是在激励机制方面，由于在国企内部较为敏感，数据较难完整获得，因此该部分数据仅从薪酬结构、是否有跟投和核心团队是否在管理公司有股权三个核心方面进行了数据收集和分析。

在机制的内涵分析上，是本论文论点的一个创新观点。这也是基于本人亲身的从业经历和对周边不同职级员工访谈观点汇总的分析结果。我认为机制的论述，不仅仅局限于薪酬的绩效激励机制、跟投和股权对应的风险与利益捆绑的双向激励机制，特别是在国资或者产业支持背景的投资平台，决策机制、平台机制，以及核心人员的职业责任约束机制，也是非常重要的要素。



## 第二章 全球 PE 产业的发展历程

### 2.1 私募股权投资的含义和特点

私募股权投资（PE）是指通过寻找优秀的高成长性的未上市公司，注资其中，获得其一定比例的股份，推动公司发展、上市，此后通过转让股权获利。广义的私募股权投资为涵盖企业首次公开发行前各阶段的权益投资，即对处于种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和 Pre-IPO 各个时期企业所进行的投资，由于在国内私募股权投资并没有严格就其投资阶段进行划分，因此本文所讲的私募股权投资为广义的 PE。

私募股权投资行业具有委托关系复杂、高度专业性、高风险高收益等特点。

1、私募股权投资行业的运作流程包括募资、投资、管理和退出四个环节，因此存在双重委托代理关系，关系较之传统公司更为复杂，募资阶段，投资人和管理人委托管理之间建立的第一层委托代理关系；投资阶段，私募投资管理人和投资企业建立第二层委托代理关系。因此，出资人和委托人的关系界定，私募股权管理团队与投资人的利益一致性机制设置、管理团队的稳定性和过往口碑是持续发展的基础。

2、私募股权行业对团队的综合能力具有更高的要求。私募股权投资不仅需要团队专业的项目挑选、尽职调查的能力，其获得超额回报更是建立在其为被投企业提供战略规划、团队建设及激励、风控流程、并购整合等增值服务能力上。国外知名 PE 机构，黑

石、KKR 都设立专门的企业咨询部门，为其投资的标的提供持续的增值服务，并成为其投资成功主要因素之一。

3、私募股权投资行业具有周期较长、风险较高、收益较高的特征。由于其投资于企业的股权，通过后续持续增值服务，提升企业的盈利能力，并通过资本运作退出，往往需要3-5年时间，周期较长，不确定因素较多。但通过专业的增值服务，激发企业潜能，再从资本市场退出，则可以获得企业价值提升和资本市场溢价双重收益，收益率较高。根据目前已经上市的境外知名PE机构黑石、凯雷、KKR公开数据的分析，平均年化投资收益率能达到15%-20%。

## 2.2 私募股权投资的价值

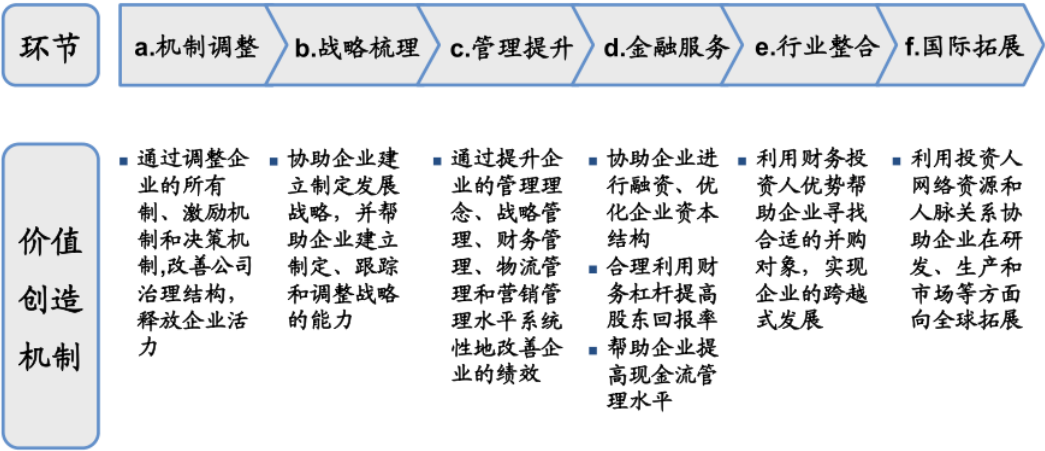
### 1、私募股权投资能实现资源的有效配置。

大量的民间资本游离于实体经济，造成了过剩的流动性。大力发展PE，可以将过剩的流动性引入实体经济，将金融资本与实体经济有效地结合起来，提高市场运作效率，使资本市场的资源配置功能得以最大限度地发挥。从发达国家经验来看，PE与资本市场的互动机制，不断地发现并推动了新兴产业的快速发展，促进了科技创新和科技成果转化的成功率，从而极大地推动了实体经济的跨越式发展。

2、私募股权投资能提升企业价值。

由于所投资的企业通常处于发展的初始阶段，或者转型阶段，因此，私募股权投资机构为了控制投资风险，提高企业业绩，经常主动介入所投资企业的管理，在这种情况下，私募股权基金作为一种市场监控力量，帮助企业制定更加科学的管理团队激励约束机制，激发团队潜能，实现股东和企业管理团队利益一致性，确保企业战略的顺利实现；同时，帮助企业梳理战略规划，充分利用私募股权投资机构在投融资、资本运作方面的优势，通过并购、上市等方式实现企业的跨越式发展；此外，对公司治理结构的完善有重要的推动作用，为今后企业上市提升内部控制水平创造良好条件。

图表 1 私募股权基金机制创造机制



### 3、改变社会融资结构，构建多层次的资本市场。

私募股权基金的发展，在证券市场以外，增加了直接融资的途径，降低融资成本，促进了资金流入实体经济。对于目前国内政府和经济学家一致关注的中小企业融资难问题，私募股权投资更是帮助巨大。由于中小企业目前主要融资渠道还是银行市场的间接融资，银行出于风险防范和资金安全的考虑，不愿意向中小企业提供贷款，特别是随着新兴经济的发展，如互联网企业，本身尚处于亏损状态，更加贷款无门。即使经过重重考验，获得银行融资的中小企业，也面临融资成本较一般大型企业高20%左右的情况。由于中小企业的间接融资的困难，导致2010年后，民间借贷业务激增，并埋下了隐患。私募股权投资的快速发展，则可以有效的解决中小企业的融资难问题，并帮助企业最终进入资本市场，打通长期直接融资的通道，有效缓解中小企业融资难的问题。

据统计，私募股权投资市场是全球增长最快的市场，其增速已经超过公开发行股票和债券的增速之和。目前以美国为代表的发达国家，直接融资超过总融资额的70%，而中国仅为20%，因此私募股权投资对改善中国融资结构的意义更为重大。

### 2.3 国外私募股权投资发展历程以及特点

有学者认为，现代私募股权投资的萌芽可以追溯至大航海时代，哥伦布航海中的资助行为已经可以发现最早的私募股权投资的雏形。而19世纪末20世纪初美国开发西部过程

中，在投资于石油开发企业和铁路企业热中也出现了私募股权投资的影子。20世纪30~40年代，从中尝到甜头的富有家族开始聘请一些职业经理去帮他们寻找有潜力的中小企业进行投资。但这时期投资活动是由投资主体分散进行的，尚未形成有组织的投资。这些早期投资资本对现代私募股权投资的产生与发展具有重大的意义，它们推动了现代企业制度的诞生和发展，经由这种投资方式，资本所有者可以依靠代理投资方式来获取资本的保值与增值，并承担有限责任，而不必再直接经营资产。这种经营制度的变革为私募股权投资以及资本多元化创造了制度条件。

现代私募股权投资，应当从1946年美国研究和发展公司（ARD）成立起算，大致分为萌芽、发展、快速增长和成熟四个阶段。

#### 1、萌芽阶段（1946—1969）

现代意义上的私募投资起源于20世纪40年代的美国，和中国私募股权投资发展具有相似性，也起源于政府解决中小企业融资难问题。当时美国出现大量中小企业，这些中小企业很获得传统金融机构的资金支持。在这种背景下，波士顿联邦储备银行行长拉尔夫·弗兰德斯和被称为“创业投资基金之父”的乔治·多里特共同创办了“美国研究与发展公司”

（American Research and Development Corporation，ARD），ARD的创立者们希望通过ARD实现以下两个目标：一是为中小企业提供一种非公开的融资工具；二是不仅要给中

小企业提供资金，还要致力于提高其管理水平。ARD的成立标志着有组织的专业化管理的私募股权投资崭露头角。

20世纪50年代，美国的私募股权投资还没有发展成一个真正意义上的行业，只是对个别项目进行投资，对经济的影响力不大。1958年，美国通过《小企业投资法》支持小企业投资公司（Small Business Investment Companies Program，简称SBIC）发展。它直接受美国小企业管理局（United States Small Business Administration，简称SBA）的管辖，并可获得税收优惠和低息贷款的支持。1963年，美国约有692家SBIC，筹集到的私人权益资本为4.64亿美元。虽然SBIC发展迅速，但还是存在一些缺陷：一是SBIC吸引了大量的个人投资者而非机构投资者，这些个人投资者并不真正了解私募股权投资的风险。二是并非所有SBIC都为新创企业提供融资，SBIC更偏爱有着稳定现金流的公司。三是SBIC没有吸引到最优秀的投资经理们的加入20世纪60年代后期开始，SBIC的数目和规模都有所减少。1977年，SBIC只有276家。

## 2、发展阶段（20世纪70年代）

这一时期，由于法律法规对私募股权投资组织形式的突破、监管的放松，私募股权投资行业资金来源、组织模式和激励方式等都发生了很大变化，并成为未来私募股权投资行业发展的主流方向。随着有限合伙制（Limited Partnership）的出现，解决了SBIC的很多

内在缺陷，例如对投资限制的规避，对投资经理的激励问题等。从1969年至1975年，美国大概29家有限合伙制的私募股权基金得以建立，募集了3.76亿美元的资金。1973年，美国全国风险资本协会（The National Venture Association）成立。20世纪70年代，英国开始允许金融机构投资私募股权基金，欧洲其他国家相继放松对私募股权投资的管制，允许银行和保险公司等机构进入私募股权投资行业。然而，20世纪70年代中期世界主要国家股票市场的萎靡不振，私募股权投资的退出渠道受到严重影响。私募股权投资机构不愿意再将资本投入到新的项目，私募股权投资发展暂时进入了发展的低谷，投资由创业阶段公司开始向创业后期公司转移。

### 3、快速增长阶段（20世纪80年代末90年代初）

20世纪80年代到20世纪90年代中期，随着全球杠杆收购的兴起，私募股权投资获得了快速发展。20世纪80年代末，同时投资于并购资本和夹层资本的私募股权投资基金开始兴起。随着投资机会的变化，私募股权资本的投资对象也随之改变。许多杰出的并购企业将其业务扩展为行业内的并购。1979—1989年间，全球个案金额超过2.5亿美元的杠杆收购案例超过2000宗，20世纪80年代，杠杆收购成为获利最高的投资模式，吸引了大量私募股权投资机构与私募股权投资者。著名的“世纪大收购”，KKR以250亿美元收购雷诺兹-纳贝斯克（RJR Nabisco）公司股权达到了此阶段的高潮。

#### 4、成熟阶段（20世纪90年代末至21世纪）

这一时期，由于东南亚金融危机、互联网泡沫的破灭、2008年金融危机等事件的影响，导致全球私募股权投资行业出现短暂的低潮，但总体而言，私募股权投资行业进入成熟期，投资范围的全球化，业务范围拓展到房地产基金、基础设施基金等更多领域，多家私募股权投资机构走上了资本化的道路。

1997年东南亚金融危机至2000年美国网络科技股泡沫破裂的一段时期内，部分私募股权基金一度陷入低迷时期。2001年以后，私募股权投资基金的发展重新加速，私募股权投资基金走向成熟，西方国家私募股权投资基金占其GDP份额已达到4%~5%，成为仅次于银行贷款和IPO的重要融资手段。期间涌现了众多优秀的私募股权投资管理机构，美国黑石集团、凯雷、KKR都先后成功登上了资本市场，成为未来优秀私募股权投资机构的发展目标。

#### 2.4 我国私募股权投资行业发展的历程与特点

中国私募股权投资的发展深受美国私募股权投资行业发展的影响，因此在发展过程中具有一定的相似性，现阶段的中国的私募股权投资和美国相比，我认为尚处于美国的第三阶段高速发展阶段的前期。



## 1、中国PE1.0时代（1985年至二十一世纪初期）：政府引导为主

中国私募股权投资行业也是在政策鼓励、以支持科技创新企业发展起来的。中国在起步阶段，人们对创业投资认识有限，民间资本参与创业投资的动力和热情不足，当时中国富裕家庭和个人在个数及其拥有的财富方面都相对有限，机构投资者受政策等因素限制也无法参与到创业投资中来。这种现状决定了政府有必要直接参与创业投资领域，通过出资设立国资私募股权的扶持方式提供创业资本，解决当时我国创业投资行业本土创投机构缺失的现状，实现从无到有的转变。

1985年，国家科委主导设立中国新技术创业投资公司成为本土第一家私募股权投资基金，目的是扶植高科技企业。此后，北京、上海、武汉等地纷纷在高新技术产业开发区下成立一些国资创业投资公司。但由于当时中国整体经济环境的局限，这些机构大多无法持续运行，被迫清算。

1998年3月全国政协九届一次会议上，民建中央提交《关于尽快发展我国风险投资实业的提案》的一号提案，掀起了创业投资热潮。结合当时全球互联网投资浪潮，大量国际资本进入，投向互联网产业，包括华登国际、IDG等知名机构，并获得不错的投资收益。

国内的地方政府也纷纷成立创投机构，扶持高科技企业，知名的创投机构深圳创新投资集

团也成立于此阶段。但是由于2001年开始的互联网危机，人们开始对IT行业的过热发展开始进行重新审视，国内的IT风险投资受到重创，大批机构因投资失败而倒闭。

这一时期，国内的私募股权投资刚刚起步，投资文化尚未形成，制度尚不完善，投资集中在风险投资，富有家族尚未形成，资本来源多为外资和地方政府、国有企业，组织形式为传统的有限公司形式。但这一时期大量外资私募股权投资机构的进入，为中国带来国外私募股权投资的理念和做法，为中国私募股权投资行业的发展奠定了基础。

## 2、中国PE2.0时代（2004年-2012年）：全民PE时代

以2004年深圳中小板的推出为时间节点，政策层面连续推出中国私募股权投资行业的利好政策，私募股权投资迎来了发展春天，逐步进入飞速发展时期。首先退出渠道逐步打开，2004年深圳中小板推出，PE机构退出有了希望；2009年创业板开闸，PE造富效应更是掀起了全民PE的热潮；第二，2007年《新合伙企业法》的颁布实施，使得国际PE基金普遍采用的有限合伙组织形式得以实现，避免了双重征税的问题，实现了基金组织形式的国际化接轨；第三，私募股权投资的范围从单纯的创业投资，拓展到成长性投资、并购投资等，除此之外，还出现了大量的基础设施投资；第四，本土投资机构迎来爆发式增长，随着境外私募股权投资机构的大量进入，先进的管理、投资理念已经被国人接受；民营资本已经完成了财富积累，退出渠道的打通，更是引起了民营资本疯狂涌入的热情。

### 3、中国PE3.0时代（2012年至今）：理性回归

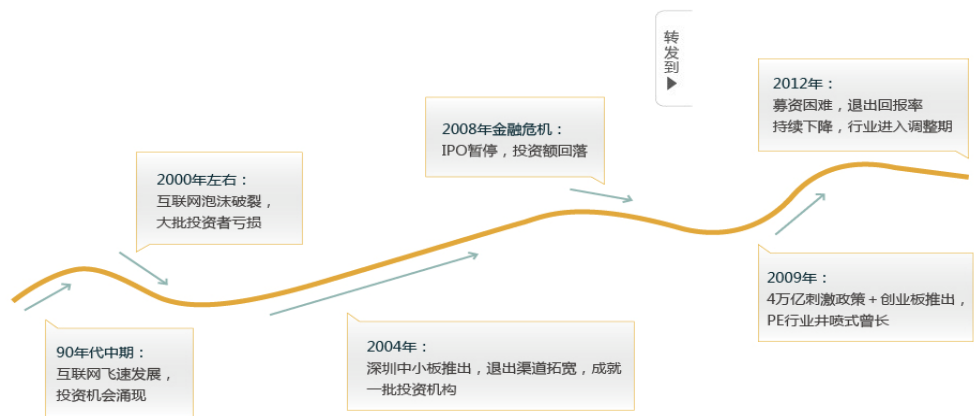
2012 年下半年开始，以中国境内 IPO 暂停为导火索，中国私募股权投资行业迎来了行业调整并进入规范理性发展时期。

由于国际上欧债危机导致的国际政治经济形式的不确定性，国内 4 万亿投资后遗症初步显现，经济结构调整导致实体经济发展放缓是私募股权投资行业退烧的深层次原因。而源于 IPO 的行业疯狂增长也在 IPO 的暂停影响下退烧，从行业发展来看，我们认为这样的调整整体而言是好事，促使管理机构重新审视和逐步建立行业监管规则，投资人更加理性的选择投资机构，国内 PE 行业进入洗牌、整合时期。

首先，这一时期监管更加规范，针对前期发改委、证监会等多头监管，监管思路落后等问题，进行了监管职责的划分，2013 年、2014 年《中央编办关于私募股权基金管理职责分工的通知》、《中央编办综合司关于创业投资基金管理职责问题意见的函》两份文件，明确了证监会对私募股权投资机构的监管只能，2014 年发布的《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》、《私募投资基金监督管理暂行办法》，降低了合格投资人门槛，确立符合私募基金行业运作特点的适度监管制度，促进各类私募投资基金健康规范发展。第二，多层次市场初建的套利时代结束了，私募股权投资行业回归理性，投资的超额收益将更多的来源于专业的管理能力和通过增值服务再造企业创造的价值。第

三，投资手段更加多元化，包括杠杆收购、PIPE 等多种类的投资，退出渠道不再以单一的 IPO 为主，并购退出正成为重要的退出渠道。

图表 2 国内私募股权投资行业发展图



图表 3 国内四面股权投资基金募资总量比较图<sup>1</sup>



<sup>1</sup> <http://www.pedaily.cn/>

## 2.5 我国国资背景私募股权投资机构发展历程及特点

作为创业投资领域的主体之一，政府对推动创业投资的发展起着至关重要的作用，不仅充分发挥其宏观指导与调控的职能，保障创业投资良好的外部环境，为创业投资提供政策、法律上的支持，并会直接参与资本的进入，完善市场体系，做好创业投资的监管，规范投资行为。

### 1、初创阶段（1985-2000）：政府出资，规模较小

这一时期的特点是，既是国资私募股权投资的发展起点也是中国本土私募股权投资行业发展的起点，出资人基本为中央和地方政府，期间国外著名私募股权投资机构 IDG 与上海市科学技术委员会创立了太平洋技术风险投资（中国）基金，开启了国资背景和外资私募股权投资机构合作的先河。

1984 年，国务院批准由国家科委、财政部共同设立“中国新技术创业投资公司”，成为我国境内第一家创业投资公司，这一举措是中央和地方政府将创业投资作为“改革对科研机构 and 中小科技企业财政拨款制度”的补充措施，为配合国家“火炬计划”的发展方针做的尝试。此后，各地方政府科技行政系统根据中央精神，设立“风险事业开发中心”及“科技风险投资机构”等，由于是行政推动，与创业投资的运营理念相违背，这些机构大多萎缩，或者被民营机构并购。

1993 年，IDG(International Digital Group) 与上海市科学技术委员会创立了太平洋技术风险投资(中国)基金，成为风险投资进驻中国的第一梯队，也为中国国资背景私募股权投资带来了先进的投资理念和管理模式。

1997 年，在中共中央“科教兴国”战略的鼓舞下，科技部等有关部门开始系统研究创业投资体制建设的有关问题。在此背景之下，国家及地方政府财政出资发起设立创投机构，其中较有代表性的包括 1998 年 10 月，北京市政府牵头成立了北京高新技术产业投资股份有限公司、北京科技风险投资股份有限公司等。1998 年 5 月，为贯彻落实国家“促进科技成果转化”的发展战略，上海市政府出台《上海市促进高新技术成果转化的若干规定》(简称“18 条”)，推动政府科技投入改革，加快高新技术成果转化，为贯彻政策的实施，上海市政府于 1999 年 8 月正式批准成立上海创业投资有限公司。

## 2、第二阶段(2000 年至 2010 年)：出资主体更为多样，快速发展

这一阶段，由于 2000 年前后，在深圳推出创业板的呼声甚高，盈利模式有望打开，国企也纷纷进入私募股权投资行业，并涌现了一批国内优秀的国资背景私募股权投资机构，如深证创新投资、达晨资本。1999 年 8 月，深证国资委及旗下企业设立深圳创新投资集团；2000 年 4 月，深圳电广传媒设立深圳达晨创投，成为最早一批国企参与出资的私募股权投资机构。清科集团日前最新报告显示，人民币 PE 基金最主要的有限合伙人

是养老基金也不是境外机构，而是国企。从募资金额来看，2010 年有超出半数的新基金出现了国企的身影，国企参与的基金所募集的金额占比达到了 69%，2011 年仅上半年新募基金就达到 16 只，规模达 362.57 亿元。

国企参与设立的私募股权投资机构的目的和政府部门出资的目的具有较大区别，国企还是将盈利以及配合实现国企的产业目标作为主要投资目的。随着私募股权投资的市场化，政府改革力度加大，国有背景的的资源垄断优势将会越来越小，资本市场的改革也将鼓励价值投资，私募股权投资机构将越来越和国际接轨，核心团队的不稳定，对以人才作为核心竞争力的私募股权投资机构来说，无疑将是未来发展的最大瓶颈乃至风险。

图表 4 国资私募股权投资机构类别<sup>2</sup>

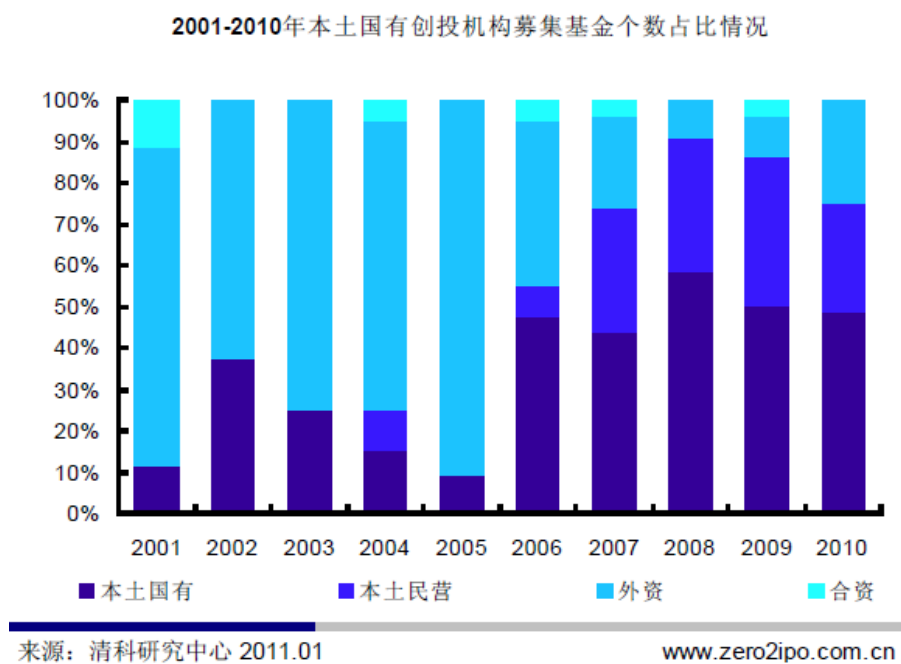
表1.1.1.1 国资创业投资机构分类		
分类	典型创投机构列举	成立时间
地方政府财政发起设立型	上海创业投资有限公司	1999年
	江苏省高新技术风险投资公司	1992年
	广州市科技风险投资公司	1999年
国有企业、高新技术开发区企业、上市公司、民营企业等筹组型	深圳市创新科技投资有限公司 【现名为深圳市创新投资集团有限公司】	1999年
	北京科技风险投资股份有限公司	1998年
	浙江省科技风险投资有限公司	1993年
	天津泰达科技风险投资股份有限公司	2000年
国有控股上市公司发起设立型	联想投资有限公司	2001年
	红塔创新投资股份有限公司	2000年
	辽宁东软创业投资有限公司	2000年
	上海中能创业投资公司	2000年
境外国资发起设立型	深圳市招商局科技投资有限公司	1999年
	光大控股	2004年
大学发起设立型	清华科技创业投资有限公司 【现名为启迪创业投资管理(北京)有限公司】	1999年
	深圳清华力合创业网投资有限公司 【现名为深圳力合创业投资管理有限公司】	1999年
	北大招商创业投资管理有限公司	2000年
	【现名为中科招商创业投资管理有限公司】	

来源：清科研究中心 2011.01

www.zero2ipo.com.cn

<sup>2</sup> <http://www.pedaily.cn/>

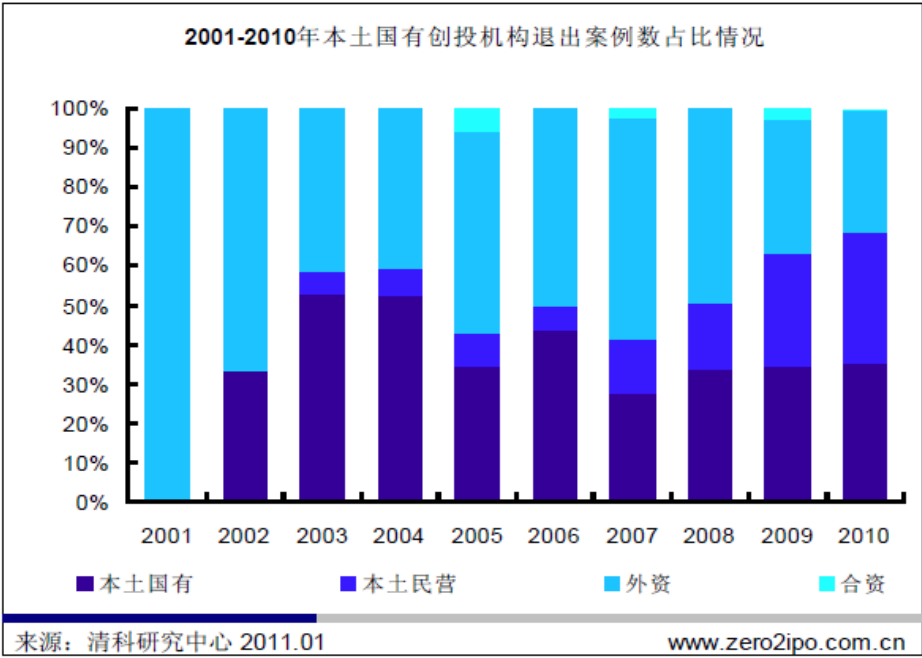
图表 5 2001-2010 本土国资私募股权机构募集基金数量占比情况<sup>3</sup>



<sup>3</sup> <http://www.pedaily.cn/>



图表 6 2001-2010 本土国有投资机构退出情况<sup>4</sup>



<sup>4</sup> <http://www.pedaily.cn/>

### 第三章 国资参与私募股权投资的现状和存在问题

近年来，私募股权投资的研究中有一个热点问题是研究私募股权投资对IPO抑价及IPO后收益的问题。学者们大多从是否有私募股权投资参与的角度开展研究。由于私募股权投资的资金来源不同，将导致其在投资动机、投资理念、管理模式、市场信誉等方面存在较大差异。由于不少国家政府直接投资于私募股权投资，形成了相当规模的政府背景私募股权投资，因此有学者关注了政府背景风险投资的影响，布兰德等发现加拿大在增加企业价值和促进创新方面，政府背景私募股权投资不如私募股权投资表现更好；随着中国私募股权投资实践的增加，中国的学者也开始关注，张学勇和廖理把私募股权投资分为政府背景、外资和混合型背景以及民营背景风险投资，通过选取在中国大陆、香港以及美国上市的有私募股权投资支持的中国公司作为研究样本，发现政府背景私募股权投资的抑价率较高。

总而言之，国内外的研究均发现政府背景的私募股权投资对企业IPO的影响表现特殊。之前的学者对中国政府背景私募股权投资的研究是基于综合不同证券市场的样本，样本多为创业板开闸之前的数据，而私募股权投资的参与对企业IPO的影响在不同证券市场有差别，同时，在中国私募股权投资投资支持的上市公司多集中在创业板，因此，本文通过选取创业板的上市公司，并区分是否具有国资背景私募股权机构支持进行了实证分析。

### 3.1 国资背景私募股权投资机构投资相关企业的绩效现状

#### 1、理论回顾

创投基金已经逐渐成为推动企业发展和上市的重要力量。国内外研究创投机构对IPO定价影响的文献也日渐丰富，但得到的结果存在争议。国外关于创投基金对IPO定价影响的理论假说比较著名的有以下几个。

( 1 ) 认证理论：Megginson 和Weiss<sup>5</sup>的实证研究发现，有创投背景企业的抑价率显著低于没有创投参与的企业，这是因为创投基金具有认证作用，扮演了信息披露者的角色，可以降低企业的融资成本。Gompers认为，创投基金之所以能够降低抑价程度，是因为创投的持股向市场传递了企业优质的信号。

2 ) 逐名假说：Gompers<sup>6</sup>的研究表明，创投基金倾向于提高IPO抑价水平，但具有创投背景的企业上市后的业绩却并不好，这是因为创投基金面临资本回收的巨大压力，渴望资本快速增值，于是会将发展尚不成熟的企业过早地推向IPO市场，成立时间较短的创投基金倾向于更早地推动企业上市，从而能够获得声誉，而相应的IPO公司的抑价率也较高。

---

<sup>5</sup> W.Megginson and K. Weiss, The Certification Role of Venture Capitalists in Bringing New Issues to the Market, Journal of Finance

<sup>6</sup> Paul A. Compers, Josh Lemer. What Drives Venture Capital Fundraising. 1996

以上的研究假说都是基于欧美发达国家的情况得出的结论，然而在中国这样的新兴市场，法制尚未健全，投资者并不十分成熟，是否存在这些效应需要进一步的验证。以下的国内文献就这一问题进行了探讨。

对比研究中发现，创投基金的“认证功能”在不同的市场上有不同的表现，在美国市场上体现出认证功能，在中国内地中小板市场和香港创业板市场上却不具备认证功能。黄福广等研究认为逐名假说不适合国内中小板市场，企业的逆向选择行为导致了风投持股企业的抑价显著较高。而张学勇和廖理<sup>7</sup>则从创投基金的所有权结构出发，发现相对于政府背景的创投基金，外资背景的创投基金支持的公司 IPO 抑价率较低。

可见，从不同的国家资本市场出发，从发行人的不同特点出发进行研究，得出了不同的结论，而国内的文献主要针对中小板进行了研究，同时针对国资背景和非国资背景创投支持的创业板上市公司研究较少，下文将重点从创业板的上市公司为样本，针对不同的股东背景进行实证分析。

## 2、研究假设

### （1）国资背景私募股权投资机构对企业IPO时间的影响

创业投资活动往往蕴藏着巨大风险,而投资者从保护自身利益的角度出发,往往制定

---

<sup>7</sup>张学勇,虞理,风险投资背景与公司 IPO:市场表现和内在机理,经济研究,2011

一系列严苛的限性条款来强化对于创业投资公司的约束，这其中又有限存续期机制最具代表性。在有限存续期制下,创业投资公司不能永久性持有投资者的创投基金,而必须在一定的年限内进行清盘,而这一期限往往会规定七年左右的时间。从逐名假说理论看，我国非国有创投公司往往资本规模较小并且成立年限相对较短,倾向于尽快推动投资企业上市，在存续期内尽早的实现退出，加快资本的循环，从而尽快完成声誉积累;而作为国有创业投资公司,其资金来源大多是依托于政府部门或国有银行的财政专项拨款,并不存在融资压力问题,所以一般不那么急切的退出。因此提出假设：

假设1：国有背景私募股权投资机构投资企业IPO时间较长

(2) 国有背景私募股权投资机构投资对企业IPO发行价的影响

根据认证假说理论，私募股权投资机构参与的上市公司抑价率较低，首发市盈率较高。同时，根据逐名假说理论，非国资背景的私募股权投资机构由于需要尽快完成声誉积累，会发生拔苗助长的情形，其上市抑价率较高，市盈率应当更低；国有背景私募股权投资机构由于其资源优势，以及公众对国资的信任和品牌的认可，国有背景私募股权投资机构参股的企业,其IPO上市抑价率应当较低，市盈率应当更高。由此,提出假设:

假设2: 非国有背景PE机构参股企业抑价率高于国有背景PE机构投资的上市企业。

假设3：非国有背景PE机构参股企业市盈率低于国有背景PE机构投资的上市企业。

### (3)国有背景私募股权投资机构投资企业长期绩效影响

根据逐名假说理论，非国资背景的私募股权投资机构由于需要尽快完成声誉积累，会发生拔苗助长的情形，其上市抑价率较高，市盈率应当更低；国有背景私募股权投资机构由于其资源优势，以及公众对国资的信任和品牌的认可，国有背景私募股权投资机构参股的企业，其IPO上市抑价率应当较低，市盈率应当更高。由此，提出假设：

假设4：国有创业投资公司投资企业的总资产收益率较高

假设5：国有创业投资公司投资企业的总资产收益率较高

### 3、样本选择

2009年创业板开闸以后，私募股权投资集中以IPO退出为主，投资标的上市后数据为公开披露数据，能够收集到私募股权投资机构的背景以及企业经营数据，并具有较强的真实性和可靠性，因此我们选择了创业板上市的企业作为分析的对象。从时间段的选择上，短期绩效我们选取了2009创业板开闸后首日至2011年12月31日全部281家上市公司样本，长期绩效则考虑应当对投资企业的经营数据考察较长一段时间，即避免宏观经济或证券市场在一定时间的波动对企业数据的影响，因此选择了2010年12月31日前上市的153家企业作为分析对象。

对上述上市公司的分析主要从短期绩效和长期绩效两方面进行分析。短期绩效主要考虑上市时间、抑价率、市盈率三方面，长期绩效包括总资产收益率和净资产收益率。对拥有不同投资背景的上市企业数据进行独立样本T检验Mann-Whitney非参检验,对假设进行验证。

图表 7 指标选择

绩效	指标	说明
短期绩效	时间期限	公司成立至上市时间
	抑价率	( 首日收盘价-开盘价 ) / 开盘价
	市盈率	股价/每股净收益
长期绩效	总资产收益率	净利润/平均资产总额
	净资产收益率	净利润/平均股东权益

图表 8 总样本描述

筛选条件	符合样本	总样本	百分比
有私募股权投资	115	281	40.9%
无私募股权投资	166	281	59.1%
有国有私募股权投资	62	115	53.9%
无国有私募股权投资	53	115	46.1%

根据上述样本统计数据也说明了国资背景私募股权投资行业目前占据本土私募股权投资市场的半壁江山。

## 2、短期绩效分析

图表 9 短期样本统计数据

变量	是否有国资 PE 参与	样本	均值	T 检验	Z 检验
公司成立到 IPO 年限	是	62	9.7494	6.194	-5.322
	否	53	4.9738	( 0.000 )	( 0.000 )
抑价率	是	62	0.3705	-0.078	-0.126
	否	53	0.3767	( 0.938 )	( 0.900 )
发行市盈率	是	62	0.6542	0.888	-0.600
	否	53	0.6198	(0.377)	(0.548)

### ( 1 ) 假设1：国有背景私募股权投资机构对投资企业IPO时间的影响分析

上述统计结果说明，国资私募股权投资机构投资企业从成立到IPO的平均年限要长于非国有私募股权投资机构投资企业，T检验和Z检验也验证了存在显著差异，统计结果证实了我们的假设1，主要原因在于：



第一，非国资私募股权投资机构因为进入私募股权投资行业时间较短，民营资本对于投资回报周期往往会从利益、业绩积累和品牌建设的出发，希望通过尽早退出以实现资本的回流,并且可以在加资本运转循环的过程中完成早期口碑的积累；而国资私募股权投资机构由于其国资背景本身已经提供了口碑和品牌的背书，不具有这样的压力；

第二，投资主体性质的不同，也导致了对资金回报周期的要求不同，民营资本对资金使用效率、回报周期有较为严格的要求，而国有资金对使用效率和回报周期相对要求较低；

第三，由于上述两种因素，导致民营私募股权投资机构内部考核更加注重项目退出和收益，迫使项目投资人员加快推动投资企业上市退出以便兑现个人的项目投资奖励。而国资私募股权投资机构。

(2) 假设2、假设3：国有背景私募股权投资机构对投资企业IPO抑价、市盈率影响分析

上述统计数据同时显示，私募股权投资机构的国资背景并没有显著影响企业IPO的抑价率和发行市盈率,进一步分析原因，我们认为：

第一，虽然私募股权投资机构的国资背景虽然在声誉和资本方面存有一定优势,但在具体的创业投资运作过程中缺乏强有力的激励手段，这也影响了创业企业的长期绩效表

现。反观非国有创业投资公司,由于市场化管理和资本运作积淀,其治理机制和运营模式更趋高效,从而能够为创业企业提供更为有效的增值服务,所以,即使没有国有产权背景,也并不影响其对创业企业长期绩效的积极影响作用。

第二,在企业上市后,由于作为公众公司,信息公开,国资背景的私募股权投资机构对企业的认证作用减弱。

### 3、长期绩效分析

图表 10 长期绩效分析

变量	是否有国资 PE 参与	样本	均值	T 验证	Z 验证
总资产收益率	是	33	0.390	1.175	-0.953
	否	34	0.0303	( 0.244 )	( 0.341 )
净资产收益率	是	33	0.489	1.009	-0.991
	否	34	0.388	( 0.316 )	( 0.322 )

上述分析可见,私募股权投资机构的国资背景并没有显著的影响创业企业的总资产收益率和净资产收益率,说明虽然国有创业投资公司在某些方面有着的资源优势,理论上可以一定程度上积极影响投资企业的绩效,但事实上,上述优势并没有转化为企业的业绩,究其原因:

第一，企业通过上市，提升了自身的品牌和信誉，创投机构的国资背景对其认证作用减弱，特别是中小上市后更需要的是投资机构提供专业和持续的增值服务，包括企业战略规划、内部管控、员工激励等，但由于国资这方面本就是其短板，因此无法提供有效的支持。

第二，国资私募股权投资机构由于缺乏市场化的团队、合理的约束激励机制，企业后续发展及退出收益与项目团队不直接挂钩，导致团队成员对于帮助企业发展和主动提高收益的动力和能力不足,从而弱化其对投资企业的积极影响，缺乏将优势转化为实际业绩的能力。

### 3.2 国资私募股权投资机构案例

过去十年，国内私募股权投资机构如雨后春笋般遍地开花，但具有先发优势的国资背景私募股权投资机构却被民营投资机构后来居上，根据清科2014年中国私募股权投资机构50强显示，有国资背景的私募股权投资机构仅占15席，说明国资具有的强大的资源、资金以及先发优势已经逐步在消失，民营私募股权投资机构在创业板开闸后，通过五年多投资团队培养、投资案例的积累、投资回报展示，已经成为中国私募股权投资行业的主力军。

图表 11 清科 2014 年中国私募股权投资机构 50 强<sup>8</sup>

排名	机构名称	排名	机构名称
1	鼎晖投资基金管理公司	11	美国华平投资集团
2	高瓴资本管理有限公司	12	高盛集团有限公司
3	老虎环球基金	13	国开金融有限责任公司
4	腾讯产业共赢基金	14	中国投资有限责任公司
5	上海云锋投资管理有限公司	15	Kohlberg Kravis, Roberts & Co.
6	复星资本	16	阿里资本
7	中信产业投资基金管理有限公司	17	景林投资
8	昆吾九鼎投资管理有限公司	18	中信资本控股有限公司
9	博裕投资顾问有限公司	19	弘毅投资
10	DST	20	凯雷投资集团
以下排名按机构名称拼音顺序排列 (21-50 名)			
	CVC Capital Partners		江苏瑞华投资控股集团有限公司
	霸菱亚洲投资有限公司		金石投资有限公司
	北京国有资本经营管理中心		上海力鼎投资管理有限公司
	北京盛世景投资管理有限公司		上海磐石投资有限公司
	贝恩资本有限公司		上海涌铎投资管理有限公司
	渤海产业投资基金管理有限公司		上海挚信投资管理有限公司
	淡马锡控股 (私人) 有限公司		深圳市平安创新资本投资有限公司
	德克萨斯太平洋集团		苏州国发创业投资控股有限公司

<sup>8</sup> <http://www.pedaily.cn/>

	方源资本（亚洲）有限公司		太盟投资集团
	硅谷天堂资产管理集团股份有限公司		天津博信投资管理中心（有限合伙）
	海通开元投资有限公司		新加坡政府投资公司
	黑石集团		新天域资本
	华人文化（天津）投资管理有限公司		招商局资本投资有限责任公司
	嘉实资本管理有限公司		中国国际金融有限公司
	建银国际（控股）有限公司		中国文化产业投资基金管理有限公司

## 1、案例分析

通过本人比较熟悉的上海国资背景私募股权机构的两个案例分析，我们从个案具体分析国资背景私募股权投资机构存在的问题。

### 案例一：上海某大型国企集团下的投资公司

访谈公司基金性质	100%国有资金
成立时间	2010 年上半年
基金规模	1 支基金，18 亿人民币
资金主要来源	一家四大国有银行的理财产品资金池资金和四家上海本地大型国企的直接投资
投资进度	2014 年上半年完成全部投资
团队是否跟投	无
团队是否持股	无
分配机制：	

1、团队收入结构	相对较高的底薪+绩效奖励
2、团队提成比例	无
除薪酬之外对员工有影响力的因素	1、 股东的资源 2、 具有较高知名度的公司品牌
决策机制	1、 没有管理公司，所有股东全票通过机制 2、 国有股东相对保守的决策程序和机制
团队稳定性	公司初创时期的主要骨干成员离职 50%以上
公司发展可持续性	截至 2014 年底，尚没有后续新的基金募集

#### 案例二：上海某大型国企集团下的投资公司

访谈公司基金性质	100%国有资金
成立时间	2010 年上半年
基金规模	1 支基金，7.5 亿人民币
资金主要来源	一家上海本地大型国企集团为主发起，与其他三家上海国有成分的资金共同投资
投资进度	截至 2014 年底尚未完成全部投资
退出情况	无
团队是否跟投	无
团队是否持股	无
分配机制：	
1、团队收入结构	相对较高的底薪+绩效奖励
2、团队提成比例	超额净收益的 30%
除薪酬之外对员工有影响力的因素	国有股东的产业背景资源
决策机制	1、 没有管理公司，所有股东全票通过机制 2、 国有股东相对保守的决策程序和机制 3、 在投资行业和投资区域上有一定的限制
团队稳定性	公司初创时期的主要骨干成员离职 50%以上
公司发展可持续性	截至 2014 年底，尚没有后续新的基金募集

( 1 ) 从上述二个案例中的国资背景私募股权投资机构与民营私募股权投资机构相

比，其优势在于：

第一，其资金来源于国有股东，或由于其国有股东的背景，更容易获得银行的资金池出资，基金发展不需要经过初期的品牌积累、业绩背书，即可成立较大规模的基金。

第二：在基金创始时期，由于其国有股东的品牌、产业、资源优势，能吸引部分优秀人员的加入。

( 2 ) 通过上述二个案例分析，我们也可以看出其明显缺乏竞争力：

第一，投资进度明显慢于行业惯例，一般私募股权投资基金前3年未投资期，后面4到5年为退出期，而上市两个案例中投资期均超过4年，远远超过3年的基金的最长投资期，究其原因，全套适用国资监管流程导致效率低下，持有的投资企业股份上市后划转社保的强制性要求，降低了投资意愿，对投资标的的选择更加困难。

第二，缺乏市场化的决策机制，出资关系和代理关系合二为一，出资人担任决策者，但没有约束激励机制，导致决策保守。

第三，缺乏市场化的约束激励机制，管理团队流失严重，也难以吸引新的优秀人才的加盟。

第四，难以持续发展，上述三个原因让国资背景带来的优势被完全抵消，即很难为国有股东带来理想的回报，也难以获得市场的认可，无法获得社会资本的认可和投资，可持续发展存疑。

### 3.3 国资私募股权投资机构投资存在的不足和问题

通过上述实证和个案分析，清晰的表明了我们通常认为国资背景应当具有的资源优势、行政垄断手段都没有从最终的投资收益中得到体现，平均 IPO 长达 9 年，已经超过行业内通常的基金的存续期限，而投资标的并没有因为投资时间拉长，而在企业业绩上表现更具优势，市场也并未给予更高的价格，甚至可以得出结论，国资私募股权投资机构得了目前国企存在的通病：效率低下、回报率低，而这在充分市场竞争的领域是非常危险。透过现象，我们认为问题的症结在于如下：

#### 1、内部机制的缺失是国资背景私募股权投资机构投资发展的根本问题

私募股权机构可持续发展的核心竞争力在于利用合适的机制实现吸引和留住优秀的投资团队，并保证和股东利益高度一致，避免双重代理带来的风险，通过提升投资企业价值实现股东价值最大化。目前国资私募股权投资行业发展面临的最根本的问题在于无法在国资背景下构建市场化的机制，解决股东和团队的利益一致问题。



(1) 私募股权投资行业双重代理关系导致了政府和国资出资人的担忧。

国外早就通过市场化的手段解决了该问题，通过构建合理的专家型投资决策机制，跟投机制、绩效考核机制等实现了管理团队和投资人的利益一致性，并认为私募股权投资行业是股东和团队利益一致性最高的行业。《机构投资之创新之路》中，作为耶鲁大学基金会的掌门人，大卫.F.史文森认为：私人股权投资的优势在于解决了股东与管理层利益不一致的问题，而这两方面的问题已经成为很多上市公司的硬伤，利益一致性正是通过管理层和股东共同持股实现的。

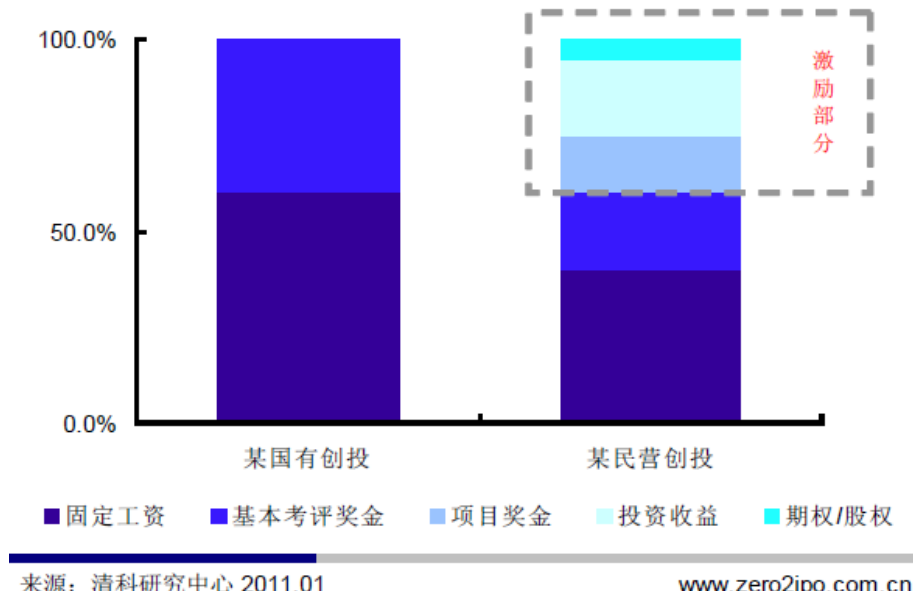
国内对委托代理的风险管理则延续了行政管理对于风险管理的模式：审批汇报，亲自参与投资事宜决策，国外都是具有多年的投资经验的专业人士担任决策者，而国内很多政府官员或不具备投资经验的人士成为了投资决策者，导致一是存在没法提供专业意见，对行业的风险和特点认识不够充分；二是作为决策者的出资人代表对其决策事宜没有约束激励机制，导致决策过程过于保守，错失很多机会，对投资团队的信心也具有较大打击。

(2) 不重视私募股权投资价值创造本质，对管理团队重视程度不够，忽视了团队归属感、约束激励机制的建立。造成这种思维的主要原因一是由于过去体制之下，国有企业往往不是通过市场竞争获得收益，而主要是依靠行政手段或者资源垄断获得丰厚收益，缺乏通过投资、管理创造价值的理念和动力。二是创业板推出后的非理性暴涨，也让国有股

东产生错觉，认为在中国私募股权投资收益来自另一主要来源是非理性的证券市场上涨，而非投资团队的价值创造。三是很多国资出资人本身规模很大，其私募股权投资发展时间不长，也不是其主业，因此，部分国资对该业务抱着试水心态，对私募股权投资业务研究和重视不够，并没有专门针对私募股权投资的行业特点研究制定相应的约束激励机制。

由于上述原因，导致私募股权块员工也并没有真正融入国资股东，最初吸引员工的国资背景的品牌和荣誉感降低，而相应的激励机制也无法及时跟上，所谓的事业留人、感情留人、收入留人均无法落实。国资股东私募股权投资团队仍然采用国有大锅饭制，薪酬也呈现总额较低，构成不合理的特点。由于外资机构的充分市场化，薪酬与国内具有较大差距，但即使与国内较大规模民营企业相比，国资私募股权投资机构总体薪酬中固定薪酬占比较高，占比在50.0%以上，浮动薪酬主要是阶段性的考评，而不是与项目收益挂钩的考核，既达不到通过考核实现风险共担的目的，也达不到激发团队动力的目的。相比之下，民营创投薪酬构成学习了外资的成熟做法，薪酬结构固定薪资占比较小，此外还包括项目奖金、投资收益甚至期权/股权等激励部分，反而更好的体现了约束和激励。(见下图)

图表 12 国有 PE 和民营 PE 薪酬机构对比<sup>9</sup>



综上，国有股东在非理性不充分竞争的市场上确实具有一定的合理性，但是随着私募股权投资行业进入完全竞争状态，特别是十八大以后，中国政治体制、经济体制大刀阔斧的改革，国有企业面临的上述优势正逐渐减弱，随着证券市场注册制的推出，市场将更加注重价值投资，市场正回归投资本质，更加理性和现实。国资的上述垄断优势正在逐渐减弱或丧失。不重视优秀人才这一私募股权投资机构核心竞争力，无法建立有效的机制实现团队利益与股东利益实现有效的捆绑，继续沿用过往的管理思路，将难以吸引经过市场洗礼的优秀人才的加入，更重要的是面临培养的人才大量流失的风险，上述上海国资私募股

<sup>9</sup> 清科研究中心，《2011 年国有创投改制剖析专题研究报告》，2011

权投资机构的案例，以及深创投平均每五年一次的换帅，达晨核心团队成员的出走等都给国资私募股权投资行业的可持续发展敲响了警钟。

## 2、监管体制严重削弱了国资背景私募股权投资机构的优势

### （1）国资监管体制

为避免国有资产流失，政府对国资创投往往采取较为严格的监管措施，导致其处理问题的灵活性不足，投资及退出决策效率通常较低。国资经营团队要先进行一整套尽职调查、审计评估、专家咨询后，形成可行性研究报告和投资或退出建议，然后报股东方、董事会审议。各股东单位委派的董事先报送相关部门，形成一致意见后再将资产评估结果报国资评审中心确认。国资的操作流程主要存在以下几个问题：

一是导致需要时间较长，效率低下，据实际经验，一般仅类似评估程序 2-3 个月的时间，投资企业往往不愿意等待如此长的时间。

二是评估方式的模式适合私募股权投资的特点。私募股权投资主要看中的是企业未来的高速增长潜质，因此投资的价格往往是以企业未来业绩增长作为基础给予一定的溢价，而现有的评估模式更注重企业现在资产状况，不允许超过评估价格进行投资，理念上的差异导致了价格上的差异，导致错失很多投资机会。

三是国资监管要求，除通过股权市场退出，国资股权转让必须经过评估后通过产权交易所公开挂牌交易。如果是企业需要回购时，往往采用事先约定的价格收回本金和一定利益，事实上评估和挂牌的意义并不大，而且企业配合度较低，事实上仅仅起到增加成本和时间的作用。

## （2）国有股划转社保基金

2009年6月19日，财政部、国资委、证监会、全国社保基金理事会联合颁发《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》（财企[2009]94号）（以下简称《实施办法》），启动部分国有股划拨充实社保基金的改革，其中最核心的一条即是，对2006年6月股权分置改革新老划断后，凡在境内证券市场首次公开发行股票并上市的含国有股的股份有限公司，除国务院另有规定的，均须按首次公开发行时实际发行股份数量的10.0%，将股份有限公司部分国有股转由社保基金会持有。

国有股转持新政出台后，引发业界的热烈讨论，对国资私募股权投资机构产生很大负面影响：

一是可能导致国有创投机构的投资成本无法收回。创投机构投资中小企业，完全是按照市场化原则进行评估、以资产溢价的方式进入的。但是，按照转持办法的规定，国资私募股权投资机构在项目公司上市前的投资将可能因完全转持给全国社保基金而一无所获，

甚至连投资成本也无法收回。有些项目如果国有股东（国有出资人）以分红或自有资金上缴中央金库的方式进行转持，将会导致国有股东（国有出资人）现金流出现紧张的局面。

二是国有资产投资收益大幅减少，可能导致利益输送问题。为规避上述国资私募股权投资机构的投资成本无法收回这一风险，可能发生的一种情况为：国资私募股权投资机构在被投资项目上市前将其持有的股权转让给其他非国有机构，国有资产将无法享受项目企业上市后带来的资本增值机会，变相地将国有资产应享受的投资收益流失到非国有机构手中，甚至有产生利益输送的可能。

三是可能导致项目企业不接受国资私募股权投资机构进入的情形出现。转持办法规定，项目企业IPO时第一大国有股东要向国有资产监督管理机构申请确认国有股东身份和转持股份数量，国有股转持批复是项目企业发行股票并上市的必备文件。从中可以看出，如果项目企业股权结构中含有国有股成分，项目企业上市前要履行国有股转持审批手续，直接给项目企业的上市进程增加了一道程序，延长了上市的时间，这可能导致在投资之初，项目企业以缩短上市进程和简化上市程序为由拒绝国资私募股权投资机构进入，国资私募股权投资机构也因此会丧失进入具有良好成长性并能带来超额收益的项目企业的机会。

### 3、投资文化的冲突将影响国资背景私募股权投资行业发展的速度和规模

私募股权投资行业，属于高风险高收益行业，因此管理人员往往是那些富有经验且身经百战的资本运营高手，投资人非常重要看中管理人员的专业度和过往的经历。而在国资私募股权投资机构，管理人员特别是决策人员并非是通过市场机制选拔出来的,很多是通过行政调拨“空降”下来的政府官员。虽然他们私募股权投资机构的发展具有一定的认识并对国家宏观经济形势或者某行业发展具有一定的研究,但就长远发展来看,由于其对投资的不专业，在投资决策上也无法投入过多精力认真研究，将会导致要么不作为，宁愿不做也不做错；要么投资决策难以达到应有的专业水平。

另一方面，由于国资私募股权投资机构内缺乏容错机制，对失败项目的追责机制，与私募股权投资，特别具有较高风险的创投行业的投资理念具有一定的冲突，再加上激励机制的缺失，导致投资团队和决策团队双重不作为，严重影响了国资私募股权投资机构的投资效率和业绩。

### 4、国资行政化投资的非市场化行为

在行业发展初期的政府引导基金投资，以及全国性的风险投资，由于代表出资人的意志、以及体现行政业绩、政府地位、行业扶持等因素，往往采取的是长官意识决策，而不是市场化、专业化的决策，完全背离了私募股权投资的市场化决策机制和规则。因此往往没

有事前完整专业的投前调查与分析，没有充分考虑投资的风险控制，更没有完整的考虑退出的周期以及回报率。这也是行业发展初期国资背景 PE 平均的投资效率与收益不高的原因。



## 第四章 国资参与私募股权投资的价值和发展方向

### 4.1 国资参与私股权投资的意义和价值。

#### 1、引导社会资本投向政策鼓励的新兴产业，较纯粹财政支持更有效率。

战略新兴产业是国家未来发展的主要方向，随着全球经济减速和外部竞争加剧，中国过去依赖生产要素价格低廉和传统产业的优势正在逐渐消失，因此中国经济结构的调整势在必行，战略新兴产业将成为国家未来维持经济增速的重要保障。通过国资参与私募股权投资行业，可以发挥国有资本具有较强的影响力和带动作用，通过私募股权投资机构价值创投功能，调动各种经济资源向重点扶持和鼓励产业聚集，通过私募股权投资机构专业的专业的挑选，实现资源最优配置；通过持续的增值服务，提升企业价值，加速新兴产业发展和传统产业的升级。

目前国家对新兴产业中小企业的扶持还主要以财政扶持为主，一方面会导致国外对反倾销诉讼，另一方面由于支持仅限于资金，无法提供企业发展需要的战略梳理、规范治理、团队建设等方面的综合帮助；同时，由于是一次性无偿投入，对于项目挑选方面容易出现腐败和寻租，投资后缺乏有效的跟踪，导致财政资金扶持作用评估。因此，部分国家部委及上海已经意识到上述问题，已经开始研究是否以财政资金设立母基金，在市场化选聘私募股权投资管理机构进行管理，例如上海金山区已有了成功的先例。

## 2、国资产业集团通过参与私募股权投资，实现一箭双雕的目的

国资产业集团通过参与私募股权投资，可以实现一箭双雕的目的：

一是国资产业集团一般经营比较稳健，现金较为充裕，通过将一部分资金参与私募股权投资，可以获得经济收益；

二是在中国产业转型升级、国企垄断优势逐步打破的情况下，很多国资产业集团面临产业调整、转型升级的需要，而国资产业集团相较民营企业，市场化敏锐程度较低，专业人员较为缺乏，因此，可以通过参与私募股权投资行业为其进行产业链或相关行业的梳理，并由私募股权投资机构进行先期投资，在培育成熟后在装入集团，则可以降低产业集团产业并购、转型的成本和不确定性的风险，提高成功率。

## 3、成为竞争类国资国企改革的先行者，并将先进经验通过股权投资输入国企

私募股权投资机构往往站在市场的最前沿，是完全充分竞争的市场，应当是国资国企改革排头兵。事实上，在十八大提出国资国企改革方案以前，由于在 20 世纪末本土创投兴起后，国资背景的私募股权投资机构为了能够在市场竞争中存活和发展，已经通过市场的手段进行了混合所有制、管理层持股等多种尝试，为国资国企改革积累了宝贵的经验。由于大型国有集团的改革涉及面广，不同领域、行业情况差异性很大，改革的难度和

复杂性较大，因此我们认为应该鼓励国资私募股权投资机构快改革的步伐，并通过参与本轮国资国企改革，为国企输入国际先进理念和中国背景优势互补的改革经验。

#### 4.2 国资背景私募股权投资机构发展相关案例

##### 1、2010 年前国资 PE 机构机制创新探索:深圳创新投资集团改制案例

深圳创新投资集团(以下简称“深创投”)作为中国市场上成立最早，目前也是规模最大的国资私募股权投资机构之一，其发展历程很大程度上代表了中国国资私募股权投资行业在 2010 年以前在国资体制内进行突破和改革的路径。

深创投成立于 1999 年，2001 年至今共经历三轮增资扩股，注册资本从 7.00 亿元扩增到现在的 25.00 亿元。1999 年到 2002 年，深创投国有股持股比例处在一个不断下降的过程中，主要是由于增资扩股，引进新的法人股东；而到 2005 年，深创投划归国资委后，深圳机场等法人股东退出，国资委持股比例再度上升；2008 年以后，新一轮增资扩股，引入新的战略投资者，国资委持股比例很快降到 50.0%以下。

在深创投最初的发展中，最早按照国际惯例建立市场化运作机制，包括劳动用工制、干部聘用制、薪酬分配制等。然而在 2004 年下半年，深创投被划归国资委直接管辖，这一转变，使得深圳国资委从原先的服务协调角色向国有资产出资人转变，原先的服务协调职能向实际监管转变。随着中国股权市场的发展，深创投初期超前的体制带来的高效率已不再

明显，“公司净利润的 8.0%作为员工激励，同时将纯利润的 2.0%奖励各管理团队”的机制也相对落后，在政策、制度优越性渐行渐弱的背景下，逐渐陷入效率困境。深创投由于激励机制短板，导致 3 位总裁离职，这也是引进民企的内驱动力。2014 年的最近一次，深创投总裁李万寿的离职，更是引发了行业热议，带来了国资创投进一步优化团队机制以及如何优化的讨论。

## 2、2010 年至十八大以前国资私募 PE 基金成功经验：诚鼎基金发展案例

### （1）诚鼎基金背景

诚鼎基金成立于 2009 年 12 月，初始基金规模 2 亿元人民币，经过 5 年发展，截至 2014 年底，管理资金规模超过 70 亿元人民币，包括上海 3 期基金、4 支区域基金、1 支母基金、3 支行业并购基金和 1 期财富管理专项基金。

#### A 国有股东介绍

诚鼎基金基石发起人为上海城投控股股份有限公司（以下简称“上海城投控股”）。上海城投控股是上海国资委下最大国有企业之一的上海城投（集团）有限公司下的 A 股上市公司，公司代码 600649。

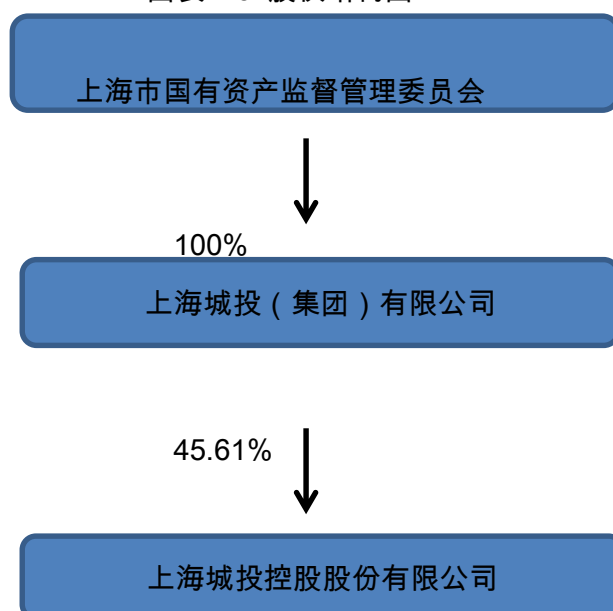
#### a 上海城投（集团）有限公司简介

上海城投(集团)有限公司(上海城投)的前身是成立于 1992 年的上海市城市建设投资开发总公司，于 2014 年改制为有限责任公司，由上海市国有资产监督管理委员会全资拥有。上海城投旗下持有 3 家专业集团公司、2 家上市公司、若干核心企业，是专业从事城市基础设施投资、建设、运营管理的国有特大型企业集团，注册资本 500 亿元，总资产近 4000 亿元，从业人员 17000 多人。上海城投是上海重大项目建设主体和城市安全运营、投融资主体，聚焦路桥、水务、环境、不动产四大业务板块。城投路桥迄今建设完成快速道路 254.5 公里、越江桥隧 28.8 公里，为改善上海城市道路通行条件做出了重要贡献。城投水务拥有 1524 万立方米/日原水、777 万立方米/日自来水、518 万立方米/日污水的处理能力，服务常住人口约 1522.5 万人。城投环境目前运营和在建的生活垃圾、医疗废弃物和工业危险废弃物处理处置能力超过 3 万吨 / 天，固废发电装机容量约 343 兆瓦。城投置业迄今建成超过 500 万平方米的保障型住房，成功推进成片土地开发、旧城改造、历史风貌区、商办物业等不动产项目，并承接城投集团所属各类经营性参股股权管理和物业资产开发。伴随着浦东开发开放，在上海“四个中心”建设进程中，出色完成 80 多项市重大工程的投资建设任务，努力保障好路桥、水务、环境等基础设施的安全运行，为改善城市环境、提升城市功能做出了重要贡献。

## b 上海城投控股股份有限公司简介

上海城投控股股份有限公司是一家在中华人民共和国上海市注册的股份有限公司，于 1992 年 7 月 21 日经上海市建设委员会“沪建经(92)第 657 号”文批准，由上海市自来水公司水源厂和月浦水厂长江引水部分组成并改制而成的股份制企业。公司所发行人民币普通股 A 股股票于 1993 年 5 月 18 日在上海证券交易所上市交易。于 2014 年 6 月 30 日，本公司注册资本为人民币 2,987,523,518 元，股本总数 2,987,523,518 股。上海城投(集团)有限公司为公司的母公司和最终母公司。公司及子公司主要经营范围包括：实业投资、机电设备制造与安装，技术开发咨询及服务，饮用水及设备，饮用水工程安装及咨询服务；房地产开发、经营；环境及市政工程项目投资、环境科技产品开发，环境及市政工程设计、建设，投资咨询，营运管理，资源综合利用开发，卫生填埋处理，项目承包及设计。

图表 13 股权结构图



截至 2014 年上半年，城投控股实现营业收入 29.33 亿元，归属于母公司股东的净利润 6.61 亿元。城投控股总资产 357.46 亿元，归属于母公司股东的净资产 142.72 亿元，资产负债率 59.08%。城投控股各项业务具体情况如下：

#### 环境业务

城投控股环境处理业务主要为环境集团从事的焚烧发电、卫生填埋和生活垃圾中转业务。在全国正式投入商业(试)运营的垃圾焚烧项目 6 个；在建垃圾焚烧项目 4 个；新增垃圾焚烧项目 1 个。城投控股在上海及周边城市拥有生活垃圾卫生填埋场 4 座及填埋气发电厂一座。在上海还拥有 5 座生活垃圾中转站。

#### 地产业务

城投控股地产业务主要为置地集团从事保障性住房、中高端商品房、办公园区及写字楼产品的开发业务。置地集团被评为中国房地产开发企业 500 强第 81 位，成长速度十强第 8 位。

#### 投资业务

股权投资方面：城投控股持有的上市公司股权市值总计超过 100 亿元人民币。投资板块拥有一支高学历、专业结构合理、投资能力突出、市场意识强的团队，大多具有投资银

行、会计师事务所、律师、实业经营等背景。依靠股东的产业背景，围绕"大环境"主线、高度关注环保产业中的成长型企业，在环境、水处理、智慧城市等产业链上具有投资优势。

## (2) 诚鼎基金募资投资发展路径

### A、发展历程

诚鼎基金在短短 5 年内能够实现从 2 亿元 70 亿元的资金管理规模，实现年 700% 的增长，原因如下，其发展历程大致经历了三个阶段：

#### 第一阶段：国有独资

2009 年，看到创业板开闸带来的巨大政策利好，上海城投进行产业链上汇聚众多优秀中小企业，同时城投控股作为上海城投的资本运作平台，具有熟悉产业和资本运作的专业团队，因此，2009 年，在上海国资体系内率先成立了诚鼎基金，首期规模 2 亿元，为城投控股全资子公司。管理团队为城投控股内部具有券商、法律和财务专业的人员兼职组成。诚鼎基金在投资决策方面仍然采用传统的国企做法，不单独设立管理机构，由城投控股的总裁办公会行使投资决策权力。

#### 第二阶段：混合所有制改造

由于诚鼎基金的国资背景，以及具备一批熟悉资本市场和法律财务专业能力的团队，在基金设立初期在项目投资和上市方面均进展迅速，但是由于国资划转社保政策的规定，



国资大股东对于投资无法收回，投资企业对于增加 IPO 工作量和延缓其进度均存在意见。

为此，诚鼎基金通过引进民营资本，增资至 4.8 亿元，国有股权比例减低至 50% 以下，从国有全资身份变换为混合所有制，这一改变对诚鼎基金的发展具有里程碑的作用：

第一，通过基金层面的混合所有制，避免了国有股划转社保，消除了大股东继续投资、企业便于接受诚鼎投资的疑虑，是诚鼎基金持续获得大股东的出资和能继续投资于众多优秀中小企业的前提；

第二，由于民营资本的进入，带来了市场化的要求。民营资本除了在基金中出资外，更为重要的是在增资过程中，与很多优秀的外资和民营私募股权投资机构进行了接触，对行业内的市场化运作机制有了更深入的了解。同时本次增资引进的一个主要合作伙伴，明确提出了必须建立市场化的运作机制，设立管理公司，由管理公司负责基金的经营管理，在管理公司中实现混合所有制、员工持股机制以及建立由国有股东、民营机构以及管理团队三方共同组成的市场化的投资决策机制。在此背景下，诚鼎基金的大股东以前瞻的眼光，接受了上述条件，对诚鼎基金进行了市场化的改造，在管理公司中给予核心团队 15% 的股权，打开了诚鼎基金市场化发展的大门。

第三阶段：朝着市场化的方向逐步靠拢

在打破了国有全资的束缚后，诚鼎基金开始培养资金的专业人才队伍，通过城投控股

创始团队部分高管放弃国有身份，成为诚鼎基金的合作人，同时，通过市场化的招聘，以国资背景的品牌和持股预期吸引了 10 多名员工的加盟。

同时，由于有了人才队伍和过往业绩积累，诚鼎基金在 2010 年、2011 年分别和浙江、江苏的地方国企设立了多个区域基金，2011 年完成了上海二期基金的募集，城投控股出资比例进一步降低至 30% 以下，其余资金完全由团队市场募集。

但是随着市场化竞争的加剧，诚鼎基金在基本薪酬方面完全参照国企做法，底薪低于市场薪酬的 50%，项目奖励不明确，核心团队持股比例远低于市场化机构，导致诚鼎基金在资金规模和基金数量快速发展的同时，面临难以引进更市场化的优秀人才，以及培养的人员流失的风险。因此，在诚鼎二期基金证明了市场对团队专业能力的重视和认可的情况下，诚鼎基金在市场化道路上再迈进一步，明确了与项目直接挂钩的约束奖励机制，核心团队的持股比例上升至 30%。这些举措，在短期内无法实现底薪与市场接轨的情况下，让团队充分理解大股东的背景和资源优势，同时看到了大股东市场化改革的认可与预期，也看到了从专业投资盈利中分享收益的机会，得到了团队的认可，为诚鼎基金赢得了 3-5 年的发展时间。

## B、发展路径分析

通过对诚鼎基金发展历程的分析，可以看出由于诚鼎基金大股东开放的心态和市场化的意识，让诚鼎基金能逐步从一个国有独资的 2 亿元的基金发展壮大，如今管理资金规模已经超过 70 亿元，团队成员超过 40 人的专业投资机构，我认为主要原因在于我们很好的平衡和实现了国有股东和专业团队的优势互补：

第一，借力大股东产业优势。依托大股东上海城投的产业背景，逐步形成“产业+专业”核心竞争力。根据上海城投路桥隧、水务、环境和房地产四大产业背景，基金主要投资方向聚焦节能环保、智慧城市（智能化装备）和大消费（食品饮料、健康医疗）三个行业方向。通过 5 年的经营，无论在寻找项目、判断项目、项目投后增值服务，以及退出路径等方面，都较没有产业背景的投资公司，具有更多的竞争优势。

第二，打造专业团队。诚鼎基金建立团队培训机制，打造学习型、专业型团队的理念，使团队不断提升专业水平。坚持平均每月 2 次的培训机制，邀请外部专家或内部交流分享的形式，建立持续学习机制。公司对员工每年有研究报告的考核指标。通过边在项目实践，边结合专业知识的交流学习，以及定期的复盘，使团队员工有更多的实践机会，使员工有更快的能力提升机会，也使员工有更多的自我能力展现的机会。

第三,摸索市场化约束激励机制。诚鼎在成立初期也面临国资背景私募机构普遍问题,国有投资监管束缚、国有股划转、大锅饭的绩效薪酬机制。2010年年底,通过混合所有制,首先在基金层面将单一国有大股东的股权降至50%以下,从而打破了内部机制的一言堂,在外部股东的坚持下,逐步开始了市场化跟投、与项目直接挂钩的奖励等的探索。因此,得以在市场竞争中健康生存并快速发展。

由于诚鼎基金过去不断进行的市场化探索,使其在上海国资背景中脱颖而出,成为为数不多在市场竞争中生存并快速发展起来的专业投资机构,但是随着十八大对国资国企改革的政策出台,行业竞争的不断加剧,诚鼎基金作为市场化最前端的私募股权投资行业,也面临进一步缩小与市场化机构的差距,如何更有效发挥整合资源能力,再次朝着市场化迈进的要求。

### 3、十八大以后国资PE机构的探索尝试：江苏高投案例

江苏高科技投资集团(下称“江苏高投”)成立于1992年,是一家公司制的国资私募股权投资机构。2014年2月18日,江苏毅达股权投资基金管理公司(以下简称“毅达公司”)注册成立。自此,毅达公司成为江苏高投的二级公司,管理江苏高投旗下PE基金、VC基金、大资管业务。江苏高投持有其35%的股份,毅达资本的合伙人,持有剩下65%

的股份。他们以前多为江苏高投的投资总监或部门负责人，凭借在江苏高投的资历、过往投资业绩而跃升为有股权的合伙人。

改革后，基金委托管理公司来管理，取代原来的 100% 的国有控股管理公司形式，也解决了国有创投机构不能做合伙制基金的障碍。

合伙人团队在管理公司占股 65%，意味着 PE 机构最核心的激励到位：江苏高投这一改革后，如果毅达公司管理的基金，GP 应该拿走的 carry 是 20%，那么集团公司拿走 20% 中的 7 个百分点，管理团队拿走 13 个百分点。这在国有创投机构是重大突破，正是国有独资 PE 变身为混合所有制 PE 机构。

毅达公司承接了江苏高投的 PE、VC 业务，其投资策略继续坚持集团原有的沿行业、产业链实施专业化投资的思路；原有的行业投资团队，以及基金管理、CPA、法务团队等职能管理团队，均整体保持了平稳过渡；同时拓展了创新类和“大资管”业务。以前江苏高投旗下的所有基金，都由毅达公司承担管理职能。改革时已经完成投资但仍要继续管理或清算的基金，毅达公司只收取管理费，业绩奖励按原有机制执行；改革时尚在投资期内的基金，其最终业绩好坏取决于今后项目投资、投后增值服务和投资退出工作的开展情况，故对此类基金适用改革后的新激励约束机制。

#### 4.3 国资 PE 内部机制重构是提升价值，确保公司可持续发展的关键要素

基于私募股权投资行业双重代理问题、价值创造以及长周期高风险高收益的特征，负责人的优秀管理团队对投资人的投资回报起着决定性的作用。耶鲁大学金牌掌门人大卫·史文森（2010）也认为私募股权投资机构成功必须具备三个要素：高水平基金经理、采用改善经营水平的增值策略、以及制定合理的激励结构。国资股东对私募股权投资行业的传统认识已经不能适应政治经济形势的新常态，对管理团队重要性认识不足，未能在国资及私募股权行业特点之间找到最佳机制，导致国资私募股权投资机构人才流失严重，核心竞争力大幅下降，并将影响国资私募股权投资行业的可持续发展。

通过对私募股权投资机构特点，国资私募股权投资机构存在问题的分析，根据十八大国资国企改革精神，结合国资私募股权投资机构已经进行的有益尝试，我们认为国资私募股权投资机构当务之急是建立一套既符合国资国企改革思路，又能体现私募股权投资行业特点的内部机制，达到既能体现国资背景对管理团队募资的品牌和信誉背书优势，又能用市场化的手段代实现对团队的约束激励作用，从而最大限度的提升国资私募股权投资机构价值，确保可持续发展。

### 1、建立管理层持股和项目跟投机制，实现股东和管理团队利益一致性

国外的经验已经证明私募股权投资行业内通过在基金设立时的管理层持股，实现跟投，通过市场的手段防范管理层道德风险，激发管理层动力，解决双重代理带来的风险。针对国内的实际情况，我们建议既要充分吸收国外经验，也要清晰认识国内私募股权投资发展的阶段和现状，尊重国资股东对私募股权投资机构发展的价值，建立即能与国际惯例接轨，又能体现国资价值，最终能顺利实施实现共赢的机制。

前面引用的清科 2014 年私募机构排行表的信息，进入排行榜的机构，几乎都有核心团队在管理公司持股机制和项目团队强制跟投制度。管理层持股和项目跟投制度是用市场的手段达到对管理团队的约束激励作用，我们认为在目前推进国资国企改革的大背景下，国资私募股权投资机构作为充分市场竞争的行业，应当在已有的经验基础上，加大管理层持股比例，同时还要重视项目跟投的激励与约束的双向价值。激励与责任是保证团队与投资人利益一致的二个核心要素。

虽然十八大将员工持股作为本轮改革的重要推进措施，但由于涉及存量资产股权，在定价和持股范围方面存在较大争议，大部分国企持观望态度，不愿意主动作为混合所有制改革和员工持股的先行者。从上市公司统计数据看，自 2014 年 6 月 20 日证监会发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》以来，截止到 2015 年 2 月 1 日，

73 家已发布员工持股计划的上市公司中有 60 家属于民营企业，占比 83%；国有企业发布数量仅为 8 家，占比 11%。

国资私募股权投资机构作为充分竞争行业，符合十八大对于竞争行业有限进行混合所有制和员工持股改革的范围，同时，为避免上述国资对国有资产流失的担忧，建议从两个方面推进管理层持股的改革：

A. 针对管理资金来源的不同，管理层持股比例可以有所区别。对于由全部由国有股东出资或主要由国有股东出资的基金，其管理机构的持股比例可以较低，不超过 50%；对于国有股东出资低于 50% 的基金，实际已经是混合所有制基金，管理层持股比例可以超过 50%。

上述持股比例的设定，一是考虑到募资对私募股权投资机构的重要性，如果由国资主要出资，则管理团队对募资贡献较少，可以适当降低管理层持股比例，但考虑到在投资和投后管理、退出阶段，团队的重要作用，仍然应当设定一定比例的持股机制。对于国有大股东股比出资低于 50% 的，说明团队在募资中已经发挥了重要作用，其他投资人在投资时也包括了对团队的专业水平和管理能力的评估，管理团队的信誉和业绩对募资也起到了至关重要的作用，因此应当给予管理团队更多的管理公司股权,鼓励有能力管理市场资金的



优秀团队通过在管理机构实现较大比例的持股，也有利于帮助国有股东以较少的资金撬动较大社会资本，进行大项目投资，并获得超额收益。

B. 针对新老基金可以进行不同的股比分配设置。针对以前没有管理层持股的国资私募股权投资机构可以通过国有股东和核心管理团队联合设立新的公司的模式进行；针对管理层已有参股，但需要进一步提升股比的，可以参照高新投的模式，对处于投资期的基金或新募集的基金采用新的股权机构，对已经完成投资的采用旧的投资股权比例。

## 2、建立市场化的绩效考核机制，实现正向激励与末尾淘汰相结合

除了管理层持股外，还应当改变当前国资大股东和私募股权投资机构同质化的薪酬考核机制。过往业绩是投资人衡量私募股权投资机构的最直接和最重要的指标，因此在私募股权投资机构内部必须建立业绩导向的投资文化和考核机制。我们应当承认国资背景能为私募股权投资机构在募资和投资方面带来有一定的优势，因此在基本薪酬方面与外资或者大型民营机构之间应当具有一定折扣率，但在考核方面必须采用市场化机制，破除国企考核形式化的弊端，采用与业绩挂钩的考核文化，建立能上能下，能进能出的用人机制。但是我们这里所强调的业绩结果导向文化，并不是指以单个项目论成败方式，私募股权投资行业的特点是长周期高风险高收益，因此，在项目投资过程中是允许有失败案例，同时在投资过程中出现业绩波动也是能否容忍的，我们指的业绩结果导向指在较长的一段时间

内，投资项目的成功率，以及在项目投资、管理过程中体现出来的敬业、专业能力的综合评判。

3、建立国资大股东和私募股权投资机构之间的互相尊重、充分沟通、适度监管的有效整合，建立和发挥良性的决策机制和平台机制优势。

国资 PE 机构内部机制的重构，不仅仅是体现在薪酬激励约束机制方面，更重要的还必须重视大股东和团队之间互相尊重、充分沟通、适度监管的有效整合。

一是要建立有效的、市场化的决策机制。私募股权投资行业管理团队都是高学历、高智商的复合型人才，除了收入外，更看重施展能力的平台大小，共事同伴的上下齐心，以及互相尊重充分沟通的环境。因此，国有大股东切忌因为私募股权投资机构初期规模较小，或不是国有股东的主业，则忽视国资私募股权投资机构，或过渡干预，过多使用行政或非市场化手段插手投资事宜。在决策机制上要充分考虑和尊重非国有资本代表和团队代表的专业判断和意见，即可以保证国有稳健的决策原则，也发挥市场化的灵活，同时也能充分体现团队的主人意识、责任意识、专业价值和荣誉感价值。从而使决策机制更为全面理性，去除行政化的非市场化决策，提高投资决策的安全边际与效率。

二是有效打造具有综合资源整合能力的平台机制。国资私募股权机构应当充分认识国有大股东对其发展的重要价值和意义；认识到产业背景在募、投、管、退全过程为私募股

权投资机构带来的附加价值；认识到国资监管的必要性。团队应当主动加强和大股东的沟通，通过相互交流、规范运作、风险防控等进一步消除国有大股东的疑虑，形成相互尊重、相互配合的默契；通过持续良好的业绩回报，赢得大股东的持续信任和支持。在此基础上，团队还应该提升自身的资源整合、资源协调能力，主动整合和发挥国有产业平台特有的、以及相关合作方不同的资源优势。打造和集聚综合互补的资源，使之成为一般单体难以抗衡、难以复制的生态圈。从而促使团队员工愿意在这个平台上学习、实践、磨练、成长、收获；可以淡化或接受暂时的、相对不具竞争优势的物质激励的要素，认同平台的附加值。

## 第五章 结论

综上所述，我认为在中国持续推进市场化改革和完善法制体制的大背景下，借助中国当前国资国企改革的东风，在以往不同所有制、不同发展阶段积累的经验和教训的基础上，通过进一步探索、完善适应中国国情和国际惯例接轨的综合内部机制，注重和不断提升国资私募股权投资机构的道德责任和市场化专业能力、资源整合能力，国资背景私募股权投资的价值和可持续发展能力将更具综合竞争力。

## 参考文献

1. 北京道可道律师事务所著，《中国 PE 的法律解读》，2010
2. 大卫·史文森，《机构投资者的创新之路》，2010
3. 布赖恩·伯勒，《门口的野蛮人》，1990
4. 陈玮著，《我的 PE 观:资深创业投资人陈玮的十年投资心路》，2011
5. 仇晓惠著，《私募江湖》，2010
6. 陈友忠刘曼红廖俊霞著，《中国创投 20 年》，2011
7. 《党的十八届三中全会<决定>学习辅导百问》，2013
8. 段新生编，《私募股权基金:中国 30 个成功运作的案例》，2012
9. 方蔚琼、张明睿，《国有创投企业管理模式比较研究》，经济与社会发展，2009
10. 《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》，2013
11. 高翔，《对国资创业投资管理的战略性思考》，企业管理中国市场，2010 年第 14 期
12. 韩正，《国企改革不可错失良机》，《上海企业》，2014
13. 黄永清，《我国风险投资存在的问题及对策》全国商情，2010
14. 国务院国资委产权局，《企业国有资本评估管理操作指南》，2007
15. 李明杨，《我国国有创投公司的发展研究》，经济与法，2011

16. 李夏，《深圳创业投资机构的模式创新》，中国科技投资，2009
17. 彼得·彼得森，《黑石的起点，我的顶点》，2011
18. 清科系列报告及统计数据
19. 沈志群编，《创投中国:优秀创投案例》，2012
20. 孙玉敏，《国企激励机制考-专访上海市劳动和社会保障协会副会长王大犇》，上海国资，2013
21. 投资中国系列报告及统计数据
22. 詹森·凯利，《私募帝国》，2013
23. 张明喜，《国有资产管理体制对国有创业投资的影响研究》，财经研究，2010
24. 张新立，陈辉，《大企业参与我国创业投资业的战略性思考》